

# 融资约束、内部控制与企业绩效

姚 静

(西南大学,重庆 400715)

**摘要:**本文以 2009—2019 年沪深 A 股上市公司为研究样本,研究融资约束与企业绩效之间的关系,并在此基础上,研究调节变量内部控制对于两者之间关系的影响。通过实证分析,本文得出结论,首先,融资约束和企业绩效存在显著负相关关系。其次,内部控制质量的提高有助于提升企业绩效。最后,内部控制显著抑制了融资约束对公司绩效的抑制作用。

**关键词:**内部控制;融资约束;企业绩效

**【DOI】**10.12231/j.issn.1000-8772.2022.29.070

## 1 引言

在我国,上市公司都面临融资约束的问题,如何解决这个问题便变得十分重要。企业要想提高绩效,就必须降低融资约束的影响,使得融资成本降低,从而提高自己的绩效。现有研究表明,理想状态的 MM 理论,即市场完全有效是不存在的。由信息不对称导致的逆向选择问题必须得到解决,内部控制可以很好地解决这一问题。高质量的内部控制可以提高投资者获取信息的透明度,降低风险,从而缓解融资约束的影响,所以本文对这三者之间的关系进行研究。

## 2 文献综述

### 2.1 融资约束与企业绩效

在国外,对于这两者的关系,主要有正相关和负相关两种。Ba bajideFowowe (2017)、Badia 和 Sloodmaekers (2009)都认为融资约束可以提高资金使用效率,提高绩效。对于国内学者而言,融资约束越高,通过企业研发而形成的长期绩效就越高(何丹,2015)。而根据许敏(2017)的研究,发现融资约束不利于公司绩效的增加。

### 2.2 内部控制与企业绩效

相关研究表明,内部控制质量越高,企业的治理结构越好,治理水平也越高,可以提高绩效(Adebayo,2017)。在国内,加强对内控信息的披露,可以提高公司的绩效(常启军,2015)。苏剑(2020)研究表明,内控的质量好,信息透明,流动性高,可以提高企业的管理效率。

### 2.3 内部控制与融资约束

在国外的研究中,大多数认为内控质量与融资成本呈现负相关,即内控质量越高,融资成本越低(Ogneva,2007)。在国内,学者从各个不同视角研究,其结果表明提高内控质量,可以降低融资成本,缓解面临的融资约束问题(宋蔚蔚,2019;屈文彬,2020)。

## 3 理论依据与研究假说

### 3.1 融资约束和企业绩效

基于融资优序理论,企业的内源性留存利润是企业融资资金的首要来源,如果内源资金不能满足投资需求,则要利用外部融资。一般而言,没有一个企业可以完全依靠内部的资金进行发展,就算可以依靠,但大部分公司都不会选择这种方式,而是都会选择从外部获取资金,来发展企业。根据信息不对称现象,企业外部投资者对于其内部情况不能得到最真实的信息,就算得到一些信息,也无法得知其真实性,便会更加谨慎地对待投资,从而企业要想获得投资便变得十分困难。因此存在融资约束的企业,获得外部融资困难,会导致企业经营活动进行艰难,导致公司绩效下降。

基于此,提出第一个假设:

H1:面临融资约束程度越低的企业,其公司绩效反而更好。

### 3.2 内部控制和企业绩效

根据委托代理理论,管理者和所有者处于不同的立场,所有者希望公司的股票价格越高越好的同时,也希望企业能够得到长久稳定的发展,但是管理者的希望不同,可分为两种情况,第一种如果管理者的薪酬不与企业绩效挂钩,管理者便不会尽力提高绩效,反而会选择一些风险较低、相对稳定发展的战略;第二种情况是管理者的工资与绩效挂钩,即公司绩效越高,管理者的工资就越高。这种情况下,管理者便有可能为了提高公司绩效而做出一些有损企业声誉或者长期发展的事情,所以完善企业的内部控制便变得很重要。内部控制制度的完善,可以在一定程度上减少管理者的自私行为,缓解因为委托代理而产生的管理者或所有者意见不一致的问题。高质量的内部控制体系可以降低所有者和经营者之间的信息不对

等程度,缓解委托代理问题,防止不当行为的产生,提升企业经营绩效。

基于此,提出第二个假设:

H2:在其他条件相同的情况下,内控的质量越高,企业的绩效就越好。

### 3.3 内部控制对融资约束与企业绩效的调节作用

从以上分析可以看出,内控质量的提高,带动了企业披露的信息质量的提高,使得投资者获取了更多更真实的信息,降低了信息不对称的程度,从而降低了融资所需要的成本,减弱了融资约束对于企业财务绩效的负面影响,因此,提出第三个假设:

H3:高质量的内部控制减弱了融资约束对企业绩效的抑制作用。

## 4 研究设计

### 4.1 样本选择和数据来源

本文选取2009—2019年上市公司数据作为研究样本,根据研究的需要,按照以下标准对样本进行筛选:(1)剔除同时发行B股、H股的公司样本;(2)删除金融类、保险类等公司样本;(3)剔除PT、ST和\*ST等公司样本;(4)数据缺失的样本。最终得到9189个样本数据。

### 4.2 变量定义

#### 4.2.1 被解释变量—企业绩效

由于我国目前资本市场还不够成熟,而且上市公司都会披露财务报表,从而使得获取财务指标数据变得很容易,所以本文采取净资产收益率ROE来衡量企业绩效。

#### 4.2.2 解释变量—融资约束

本文选择SA指数代表融资约束的程度,其数值为负,而且其绝对值越大,表示企业融资越难,融资约束更高。

#### 4.2.3 调节变量—内部控制

本文采用某公司数据库中的内部控制指数衡量内控质量,并取其自然对数。

#### 4.2.4 控制变量

本文控制了其他可能影响企业绩效的变量,主要包括:公司规模(SIZE)、营业收入增长率(GROWTH)、总资产周转率(TAT)、资产负债率(LEV)、总资产增长率(ZZ)、股权集中度(CA)。除这些控制变量外,还设置了年度虚拟变量YEAR和行业虚拟变量IND。

### 4.3 模型设定

为了检验假设1,构建模型(1):

$$ROA = \alpha_0 + \alpha_1 FC + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 GROWTH + \alpha_4 TAT + \alpha_5$$

$$LEV + \alpha_6 ZZ + \alpha_7 CA + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon$$

为了检验假设2,构建模型(2):

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 IC + \beta_2 SIZE + \beta_3 GROWTH + \beta_4 TAT + \beta_5 LEV + \beta_6 ZZ + \beta_7 CA + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon$$

为了检验假设3,构建模型(3):

$$ROA = \gamma_0 + \gamma_1 FC + \gamma_2 IC + \gamma_3 FC * IC + \gamma_4 SIZE + \gamma_5 GROWTH + \gamma_6 TAT + \gamma_7 LEV + \gamma_8 ZZ + \gamma_9 CA + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon$$

## 5 实证结果与分析

### 5.1 描述性统计分析

表中数据显示,企业绩效指数ROE的最小值为-0.219,最大值为0.352,均值为0.08,标准差为0.085,表明上市公司绩效在整体的表明上比较优越,且各企业之间差距不大。表示融资约束程度的SA指数最小值为-4.487,最大值为-2.4,均值为-3.824,标准差0.305,表明每个企业的融资约束程度都不一样,有的融资约束高,融资成本低,有的却刚好相反,而且差距很大。内部控制IC的最大值6.826,最小值为6.099,均值为6.512,标准差为0.113,说明样本企业内部控制水平有所不同,内控质量有高低。

表1 变量描述性统计

variable	N	mean	sd	min	max
ROE	9189	0.0800	0.0850	-0.2190	0.352
FC	9189	-3.824	0.305	-4.487	-2.400
IC	9189	6.512	0.113	6.099	6.826
SIZE	9189	22.62	1.570	19.98	28.33
GROWTH	9189	0.166	0.423	-0.498	2.822
TAT	9189	0.696	0.511	0.0310	2.758
LEV	9189	0.480	0.203	0.0510	0.925
ZZ	9189	0.173	0.393	-0.220	3.061
CA	9189	1.807	1.656	0.214	11.51

### 5.2 回归分析

模型(1)、模型(2)与模型(3)的回归结果如表2所示。

表中数据显示,融资约束FC和企业绩效ROE之间的系数为-0.024,且在1%的水平上显著,说明融资约束与企业绩效是负相关的,而且十分显著。内部控制和企业绩效之间的系数为0.268,且在1%的水平上显著,说明内部控制与企业绩效是正相关的,而且十分显著。两者交乘项FC\*IC与企业绩效的回归系数为-0.047,且在10%的水平上显著,说明高质量的内部控制,减弱了融资约束和企业绩效之间的负向影响。

## 6 稳健性检验

为了确保实证结果的稳健性,本文分别以托宾Q值和每股收益(EPS)对企业绩效的指标进行替换,进行稳健

性检验,结果与主回归一致。

## 7 研究结论与建议

本文以 2009—2019 年我国上市公司为研究对象,探讨了融资约束对企业绩效的影响,并在此基础上,研究调节变量内部控制对于两者之间关系的影响。通过实证分析得出结论,当企业面临的融资约束程度越低时,企业的财务绩效便会越好;高质量的内控可以显著地提高企业的绩效;内部控制可以作为融资约束和企业绩效之间的调节变量,可以负向调节两者之前的关系。

基于以上分析得出的结论,可以提出两点建议。首先,融资约束是每个企业面对的很大难题,企业必须加强自身的能力,吸引更多投资者的注意力,使他们相信自身,加大对企业的投资,从而降低融资成本,才能从根本上解决融资难的问题。其次,可以从内控的角度出发,加大建设内控控制制度的力度,并且从企业自身出发,以身作则,保证制度可以得到有效的执行,从而提高信息的质量。

表 2 多元回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3
	ROE	ROE	ROE
FC	-0.024*** (-5.90)		-0.027*** (-6.80)
IC		0.268*** (26.16)	0.272*** (26.37)
FC*IC			-0.047* (-1.74)
SIZE	0.017*** (18.80)	0.005*** (5.25)	0.007*** (7.24)
GROWTH	0.027*** (9.16)	0.019*** (6.72)	0.019*** (6.62)
TAT	0.042*** (18.68)	0.029*** (13.12)	0.029*** (13.15)
LEV	-0.089*** (-12.48)	-0.062*** (-9.24)	-0.064*** (-9.62)
ZZ	0.018*** (6.08)	0.019*** (6.49)	0.018*** (6.20)
CA	-0.000 (-0.16)	-0.000 (-0.56)	-0.000 (-0.43)
YEAR	YES	YES	YES
IND	YES	YES	YES
N	9189	9189	9189
R-squared	0.220	0.307	0.312
adj_R2	0.212	0.300	0.305
F	24.10***	33.32***	33.16***

注:\*\*\*、\*\* 和 \* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著。

## 参考文献

- [1]Jensen M C,Meckling W H. Theory of the firm:managerial behavior,agency cost and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4).
- [2]Adebayo.Impact of internal control on organisational performance [J].Journal of Financial Economics,2017,25(9):1-12.
- [3]Jasper Blom,Schauten.Corporate Governance and the Cost of Debt [J].SocialScience Electronic Publishing,2006,8(3):258-268.
- [4]何丹.融资约束、R&D 投入与企业绩效的相关性研究——基于中国制造业上市公司 2009—2013 年的经验证据[J].科技与管理,2015,17(05):76-82.
- [5]许敏,朱伶俐,方祯.融资约束、R&D 投入与中小企业绩效[J].财会月刊,2017(30):37-43.
- [6]陈燕宁.融资约束、研发投入与企业绩效相关性研究[J].经济论坛,2017(05):95-99+112.

作者简介:姚静(1997-),女,汉族,四川成都人,硕士研究生,研究方向:会计学。